

## Tilburg University

### Ins, pre-ins & outs

Eijffinger, S.C.W.

*Published in:*  
Bank- en Effectenbedrijf

*Publication date:*  
1997

[Link to publication in Tilburg University Research Portal](#)

*Citation for published version (APA):*  
Eijffinger, S. C. W. (1997). Ins, pre-ins & outs. *Bank- en Effectenbedrijf*, 46(1/2), 4-6.

#### General rights

Copyright and moral rights for the publications made accessible in the public portal are retained by the authors and/or other copyright owners and it is a condition of accessing publications that users recognise and abide by the legal requirements associated with these rights.

- Users may download and print one copy of any publication from the public portal for the purpose of private study or research.
- You may not further distribute the material or use it for any profit-making activity or commercial gain
- You may freely distribute the URL identifying the publication in the public portal

#### Take down policy

If you believe that this document breaches copyright please contact us providing details, and we will remove access to the work immediately and investigate your claim.



# 'Ins, pre-ins & outs'

Op de Top van Europese regeringsleiders en staatshoofden van december jongstleden in Dublin zijn, in de schaduw van het verbale geweld omtrent het stabiliteitspact, enige andere belangrijke beslissingen genomen. Eén daarvan betreft de beslissing over een nieuw wisselkoers- en interventiemechanisme voor de valuta's van de lidstaten van de Europese Unie die voorlopig geen deel zullen uitmaken van de Economische en Monetaire Unie (de 'outs'). De relatie tussen de 'ins' en 'outs' – of zoals sommigen dat prefereren te noemen, de 'pre-ins' – dient nu afdoende geregeld te worden. Zelfs in het geval van een ruime politieke interpretatie van de convergentiecriteria zoals vastgelegd in het Verdrag van Maastricht, zal slechts een beperkt aantal landen vanaf het prille begin op 1 januari 1999 meedoen aan de Economische en Monetaire Unie (EMU). De munten van deze 'ins' moeten een track-record van bewezen wisselkoersstabiliteit ten opzichte van elkaar hebben. In eerste instantie kan daarbij gedacht worden aan de Belgische frank, Duitse mark, Finse markka, Franse franc, Ierse punt, Nederlandse gulden en Oostenrijkse schilling. Het gevaar van concurrerende devaluaties door de overige Europese lidstaten – de 'pre-ins' of 'outs' – is niet volstrekt illusoir. Sinds hun uittreden uit het huidige Europese Monetaire Stelsel (EMS-I) aan het eind van de zomer van 1992, zijn de Italiaanse lire en het Britse pond meer dan 20 procent ten opzichte van de D-mark gedeprimeerd. Het voert hier te ver om te bediscussiëren of deze afwaarderingen terecht waren of niet. Niettemin zouden concurrerende devaluaties door de 'outs' vrijwel zeker de stabiliteit van de euro en wellicht tevens de werking van de Interne Markt op lange termijn ondergraven.

Er bestaat daarom overeenstemming onder de Europese politici en beleidsmakers dat de relatie tussen de 'ins' en 'outs' formeel geregeld dient te worden door het oprichten van een nieuw Europees Monetair Stelsel: EMS-II. Volgens artikel 109m van het Verdrag van Maastricht zal elke lidstaat zolang als hij niet aan de convergentiecriteria voldoet en dus een derogatie heeft, zijn wisselkoersbeleid beschouwen als 'a matter of common interest' vanaf de start van de derde fase van EMU. In beginsel behoort dit artikel ook toegepast te worden op landen met een opting-out-clausule en opting-in-clausule, dus respectievelijk het Verenigd Koninkrijk en Denemarken, als waren het landen met een derogatie. Het is echter niet waarschijnlijk dat de Britten zullen participeren in enig wisselkoersarrangement indien zij niet deelnemen aan de EMU. De doelstellingen van een EMS-II zijn het garanderen van de stabiliteit van de euro voor de 'ins' door concurrerende devaluaties uit te sluiten, het bereiken van meer beleidsconvergentie tussen de 'ins' en 'outs' en het verzekeren van vrije toetreding voor de 'outs' op basis van de Maastrichtse criteria. Net als bij het bestaande EMS zal het nieuwe wisselkoersmechanisme een wederkerige verplichting in termen van valuta-marktinterventies en kredietlijnen, zoals de 'Very Short Term Financing (VSTF) Facility', tussen de Europese Centrale Bank en de nationale centrale banken van de 'outs' inhouden. Daarentegen heeft de Europese Centrale Bank de mogelijkheid om de interventies en financieringsfaciliteiten hiervoor op te schorten in het geval dat deze de primaire doelstelling van prijsstabiliteit in de EMU zouden aantasten.





Een van de voornaamste verschillen van het toekomstige EMS-II met het huidige EMS-I zal het 'hub-and-spokes'-stelsel voor de pariteiten tussen de euro en de valuta's van de 'outs' vormen. Daaronder wordt verstaan dat niet gekozen is voor een pariteitenrooster, zoals bij het oude EMS, maar dat uitgegaan zal worden van bilaterale spilkoersen tussen de euro en de overige munten en dus van bilaterale fluctuatiemarges. Er is derhalve sprake van 'euro-centered' benadering. Daarnaast zal het EMS-II, eveneens als het EMS-I, gekenmerkt worden door relatief ruime fluctuatiemarges voor de valuta's van de 'outs', zoals de huidige EMS-band van plus en min 15 procent. Hoewel sommige academici en beleidsmakers nauwere marges voor munten van meer convergerende landen gesuggereerd hebben, is een wijde bandbreedte noodzakelijk gebleken om een tweezijdig wisselkoersrisico te handhaven en zodoende valutaspeculatie te ontmoedigen. Dit sluit natuurlijk niet uit dat landen die reeds verder voortgeschreden zijn wat betreft convergentie, op vrijwillige basis hierbinnen zelf nauwere banden nastreven. Verder zal het nieuwe EMS tevens een asymmetrisch stelsel moeten zijn in de zin dat de last van aanpassing zal behoren te liggen bij de 'outs'. Dit is nodig teneinde de Europese Centrale Bank haar reputatie en track-record van prijsstabiliteit te laten opbouwen. De Europese Centrale Bank heeft dientengevolge de discretie, maar niet de plicht, om marginaal en intramarginaal te interveniëren ten behoeve van de munten van de 'outs' en deze te financieren met de zeer tijdelijke VSTF-faciliteit. De consequentie van de asymmetrische vormgeving van EMS-II is dat de 'outs' vanzelfsprekend hun binnenlandse budgettaire en monetaire beleid zullen moeten aanpassen. De stabiliteit van de toekomstige eurozone zou wel eens hetzelfde positieve 'demonstratie-effect' op de 'outs' kunnen hebben als de D-markzone sedert de tweede helft van de jaren tachtig op de niet-EMS-landen heeft gehad.

Een ander essentieel kenmerk van het EMS-II dient de depolitisering van toekomstige spilkoersaanpassingen ('rea-

alignments') van de 'out'-munten ten opzichte van de euro te zijn. De Europese Centrale Bank zal met betrekking tot 'realignments' het recht van initiatief krijgen om een vertrouwelijke procedure op te starten die zou kunnen leiden tot nieuwe spilkoersen. Van de EMS-valutacrisis in 1992 en 1993 hebben we immers geleerd dat indien de 'fundamentals' tussen landen niet convergeren, spilkoersaanpassingen een noodzakelijk instrument zijn om het evenwicht te herstellen en dat deze niet om redenen van politiek prestige uitgesloten kunnen worden. Voorafgaande aan de valutacrisis van 1992 leidde de uitsluiting op politieke gronden van spilkoersherzieningen tot het ontstaan van een zogenoemde 'exchange rate paradox': fundamenteel zwakke munten – bijvoorbeeld de Italiaanse lire en de Spaanse peseta – waren tijdelijk (en dat kan lang duren) overgewaardeerd door kortetermijnkapitaalstromen naar de zwakke valutalanden. De kapitaal invoer naar deze landen werd op zijn beurt weer veroorzaakt door verschillen in geldmarktrentes welke niet gecompenseerd werden door een wisselkoersrisico. Daarenboven dienen tevens de geldmarktrentes in de 'out'-landen gedepolitiseerd te worden door het aanbod van publieke en private schuld met langere looptijden.

Ten slotte nog het volgende. Het EMS-II kan alleen dan adequaat functioneren als de monetaire autoriteiten van de 'outs' zich bewust zijn van de noodzaak van het versterken van beleidsconvergentie. Daarom heeft het weinig zin om een verplicht lidmaatschap van het EMS-II aan bijvoorbeeld het Verenigd Koninkrijk op te dringen. Het is een moeizame en nutteloze bezigheid om ketters tot het geloof (in stabiliteit) te brengen. Verstandiger is om hen de kosten van hun ketterij duidelijk te maken. ♦

Prof. dr. S.C.W. Eijffinger

*De auteur is verbonden aan het Europa College te Brugge, de Humboldt Universiteit te Berlijn en de Katholieke Universiteit Brabant te Tilburg.*